

学校编码: 10384
学号: 15220051301246

分类号____密级____
UDC____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

故意收购中毒丸计划的财富效应研究

——新浪毒丸计划研究

Research on wealth Effect of Posion Pills in Hostile
Takeover:Evidence from Sina

唐双喜

指导教师姓名: 沈艺峰 教授

专 业 名 称: 企 业 管 理

论文提交日期: 2008 年 月

论文答辩时间: 2008 年 月

学位授予日期: 2008 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2008 年 月

厦门大学学位论文原创性声明

兹呈交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。

本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用学位论文的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其指定机构送交论文的纸质版和电子版，有权将学位论文用于非赢利目的的少量复制并允许论文进入学校图书馆被查阅，有权将学位论文的内容编入有关数据库进行检索，有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

本学位论文属于

1、保密（ ），在 年解密后适用本授权书。

2、不保密（ ）

（请在以上相应括号内打“√”）

作者签名： 日期： 年 月 日

导师签名： 日期： 年 月 日

摘 要

近年来，全球范围内第六次并购浪潮愈演愈烈，为了有效抵御外部的敌意收购，国外公司广泛运用反并购措施——毒丸计划。国内学术界对该领域也开始有所涉及，特别是 2005 年新浪抵制盛大的敌意收购这个事件，引起了学者们对毒丸计划的广泛关注。而针对毒丸的研究，国外学者侧重于两个方面：法律机制和财富效应。在美国，不同的州级法律对毒丸计划的态度不同，难有定论，而关于毒丸计划财富效应的争论，自其上个世纪八十年代初提出以来就从未达成共识。国内学者则还停留在定性研究阶段，既缺乏系统的实证研究，也没有成熟的案例分析。

随着中国经济的高速发展，奔赴海外资本市场上市的中国企业数量和融资额有明显的增长。同时，股权分置改革的完成，国家渐渐放弃了对很多行业的绝对控股，国内资本市场上敌意收购的案例也在逐年增加。因此，越来越多的中国企业将面对敌意收购的挑战。海外上市的中国企业应该如何采取措施有效防范敌意收购呢？国外企业使用最多、争议也最多的反收购措施——毒丸计划是否适合中国企业和市场呢？为了回答这两个问题，本文在总结国外理论研究的基础上，剖析盛大敌意收购新浪案，重点分析了新浪的“毒丸”机理，股权结构和董事会结构，和“毒丸”设置期间新浪短期的股价波动，并通过事件研究法实证检验了其股东财富效应的变动。研究发现：第一，毒丸计划维护了新浪过分分权而不合时宜的公司治理结构，降低了管理层被替换的风险。第二，新浪董事会和管理层为维护自身的即得利益所设置的“毒丸”损害了股东的财富。因此，本文的结论支持管理层防御假说，即管理层（包含董事会）通过采用反收购策略毒丸计划维护了自己的利益，但损害了投资者的利益。最后，本文提出自己的看法，从完善公司治理结构等角度向海外上市公司进言，同时建议政府恰当放松对毒丸计划的管制，逐步跟国际资本市场接轨。

关键词：敌意并购； 毒丸计划； 财富效应

Abstract

Recently, as more and more Chinese companies listed foreign stock market, the sixth merge tide comes more violently and the anti-merge measurement Poison Pills turns out more and more common. We've become familiar with Poison Pills since Sina processed Poison Pills against Shengda's hostile takeover. Foreign researchers pay more attention to the legal system and wealth effects of Poison Pills. In U.S., law in different states shows different attitudes to Poison Pills, and the argument towards wealth effects of Poison Pills has not reached agreement.

With the high speed of China's economy, there're more and more Chinese enterprises list overseas stock market and the capital amount related turns larger and larger. Meanwhile, as the end of stock division revolution, the government gradually releases the absolute control in many industries, and the hostile takeover cases increase in domestic capital market. So more and more Chinese enterprises have to face hostile takeover. How will these Chinese enterprises in overseas capital market face the challenge of hostile takeover? Is the commonly used and sharing most disputes method Poison Pills suitable for Chinese enterprises and market?

To answer the above two questions, the thesis analyzes the case of Sina, pays special attention to Sina's Poison Pill system, stock-share and the Board frame, reaction of short-term capital market, based on the literal research.

We find that Poison pills on maintaining the separation of powers in the past and too outdated corporate governance structure, lowering the risk of changing managers which urges them issues more conservative policies and they lead the worsen of company's financial performance and the weaken of total competition.

Our conclusion is that the aim of Poison Pills is to protect the Board's benefit while hurt the benefit of stockholders. In the end, we put forwards our suggestions to the overseas stock companies on corporate governance, and government lease the restrict to the Poison Pills, walk closer to the International capital market.

Keywords: Hostile takeover; Poison pill; Wealth effect

目 录

第一章 绪论	1
第一节 选题依据与研究意义	1
第二节 研究内容框架和研究方法	3
第二章 文献回顾	6
第一节 敌意收购的界定	6
第二节 毒丸计划的定义与种类	7
第三节 毒丸计划的财富效应	14
第三章 案例背景	21
第一节 收购双方背景	21
第二节 事件概述	29
第三节 收购动因分析	34
第四章 新浪毒丸计划财富效应研究	40
第一节 新浪“跑输”大市	40
第二节 事件研究法的检验结果	43
第五章 结论与建议	51
第一节 结论与原因分析	51
第二节 建议	53
注 释	59
参考文献	61
附表	64
后记	69

Contents

Chapter One	Introduction.....	1
Section One	Background and Purpose of Research.....	1
Section Two	Research Constructure and Methods.....	3
Chapter Two	Literal Review.....	6
Section One	Definition of Hostile Takeover.....	6
Section Two	Definition and Sorts of Posion Pills	7
Section Three	Wealth Effect of Posion Pills	14
Chapter Three	Case Study.....	21
Section One	Introduction of Both Parties.....	21
Section Two	Brief Introduction of Case.....	29
Section Three	Dynamic Factor of Takeover.....	34
Chapter Four	Wealth Effect Research of Sina's Posion Pills	41
Section One	Sina's Slower than Market.....	41
Section Two	Test Result of Event Study	43
Chapter Five	Conclusion and Suggestion.....	51
Section One	Conclusion and Reason Analysis.....	51
Section Two	Suggestion.....	53
Notes.....		59
Reference.....		61
Bibliography.....		64

厦门大学博硕士论文摘要库

第一章 绪论

20 世纪 90 年代以前,敌意收购对于中国的上市公司而言还是个陌生的词汇,然而 1993 年 9 月一起不同于以往的收购案—深圳宝安集团收购上海延中实业流通股,使敌意收购正式为国人所认识,并引起了中国理论界和实务界的广泛关注,该收购案也被看作是我国敌意收购第一例。

随着我国资本市场的发展和股权分置改革的完成,国家渐渐放弃了对很多行业的绝对控股,市场化的兼并与收购在不远的将来一定会成为我国资本市场的亮点之一。目前我国两市 1400 多家上市公司中,有 30%大股东持股比例不到三成,400 家上市公司有可能成为被敌意收购的对象^①。因此,中国上市公司今后都很有可能要面对关于收购与反收购的一系列问题,如在实施收购时应如何化解对方的“反收购”策略,或者在遭遇外来收购甚至敌意收购时应该如何采取合适有效的“反收购”策略进行抵御等。对于那些面对敌意收购或者不想失去市场话语权的企业来说,最有效的防身术就是对敌意收购者展开强有力的反收购行动。而在众多反收购措施中,毒丸计划是使用最多却又是争议最多的一种手段。毒丸计划是指以股权摊薄手段来反收购的策略,最早起源于股东认股权证计划。这一认股权证计划授权目标公司股东可以按照事前约定的高折价认购目标公司股票认股权证(flip-in pill: 中性反应的毒丸),也可以认购成功收购公司股票认股权证(flip-overpill: 烈性的毒丸),全面成功的设计方案可以令其“毒性”兼而有之。1985 年,美国 Delaware Chancery 法院判决毒丸计划合法,确认毒丸计划的实施无须股东直接批准即可实施。毒丸计划因此在上世纪八十年代后期在美国被广泛采用。但是在英美法系的英国,毒丸计划被禁止使用;由于各方面的原因,我国资本市场目前也还不具备毒丸计划生存的条件。

第一节 选题依据与研究意义

毒丸计划自其出现之后,西方已有不少学者针对毒丸计划从理论和实证两方面进行了大量的探索研究,对其是否真正保护了投资者利益,一直存在争议。目前,主要有两种观点:一种是“一竿打翻一船”,认为包括毒丸在内的所有反收

^①葛俊龙. 中国股市全流通时代的企业收购[D]. 西南财经大学博士论文, 2007

购策略都是不应该存在的，因为它们的存在损害了股东的利益；另一种则认为毒丸计划可以采用，但呼吁关于毒丸计划的设置应该由大多数股东来决定，而不是由几个董事会成员来决定。然而，在企业界，毒丸计划得到了不少公司青睐和使用，并成为企业最受欢迎的反收购策略之一。国外一些大公司例如惠普、3M 等都迫于机构投资者的压力修改了各自的毒丸计划。

近年来，随着中国经济的高速发展，奔赴海外资本市场上市的中国企业数量和融资额有明显的增长。据国际知名的咨询和投资机构清科集团统计，2007 年全年共有 118 家中国企业在纽约、香港、新加坡等九个海外市场上市。从上市数量方面看，2007 年中国企业海外上市数量呈逐季上升的状态，平均每季度增加 11 个上市案例，全年实现了 118 家企业的海外上市，与 2006 年相比增加了 32 家，较 2005 年则增加了 37 家。2007 年，在纽约证券交易所公开发行的中国内地企业有 19 家，在纳斯达克上市的中国企业有 13 家^①。在国外的资本市场中，这些公司都有可能要面对关于收购与反收购的一系列问题，很多时候可能需要提前设置毒丸计划或者是在收购中遭遇毒丸计划的抵制。此外，一旦我国法律允许毒丸计划使用，可能面对敌意收购的公司将进一步增加。因此，毒丸计划作为西方对要约收购进行防御的主要手段之一，也将是我国企业维护其控制权、保护投资者利益的一种反收购策略，值得我们认真探讨和研究。

有关毒丸计划的研究，我国学者绝大部分都还停留在对国外文献的归纳和总结阶段的理论研究，除了简单的观点介绍之外，少有对“毒丸”本身进行深入研究，更多的停留在定性的研究阶段，对毒丸计划的实证研究相对较少，而对毒丸计划财富效应的实证研究更是不够系统深入。这跟除“翻出”式股东权益计划外国内法律禁止其他形式毒丸计划的立法现状不无关系。对于毒丸计划实施后的财富效应，国外文献已经有很多丰富的研究，而与国外的丰富案例和大量研究相比，我国国内市场上敌意收购中涉及到毒丸计划的案例非常少，质量也不高。因此，关于毒丸计划，目前国内没有像样的案例研究，更谈不上实证检验。

前几年的凯雷收购徐工案和中信证券敌意收购广发证券对毒丸计划虽有所涉及，但毕竟其效果没有通过资本市场得以充分体现。比较能说明问题的是两起海外上市公司敌意收购案：2001 年搜狐逼退北大青鸟案和本文要研究的盛大收购新浪案。

^①清科集团. 2007 年中国公司海外上市分析报告[R]. 2008. 02

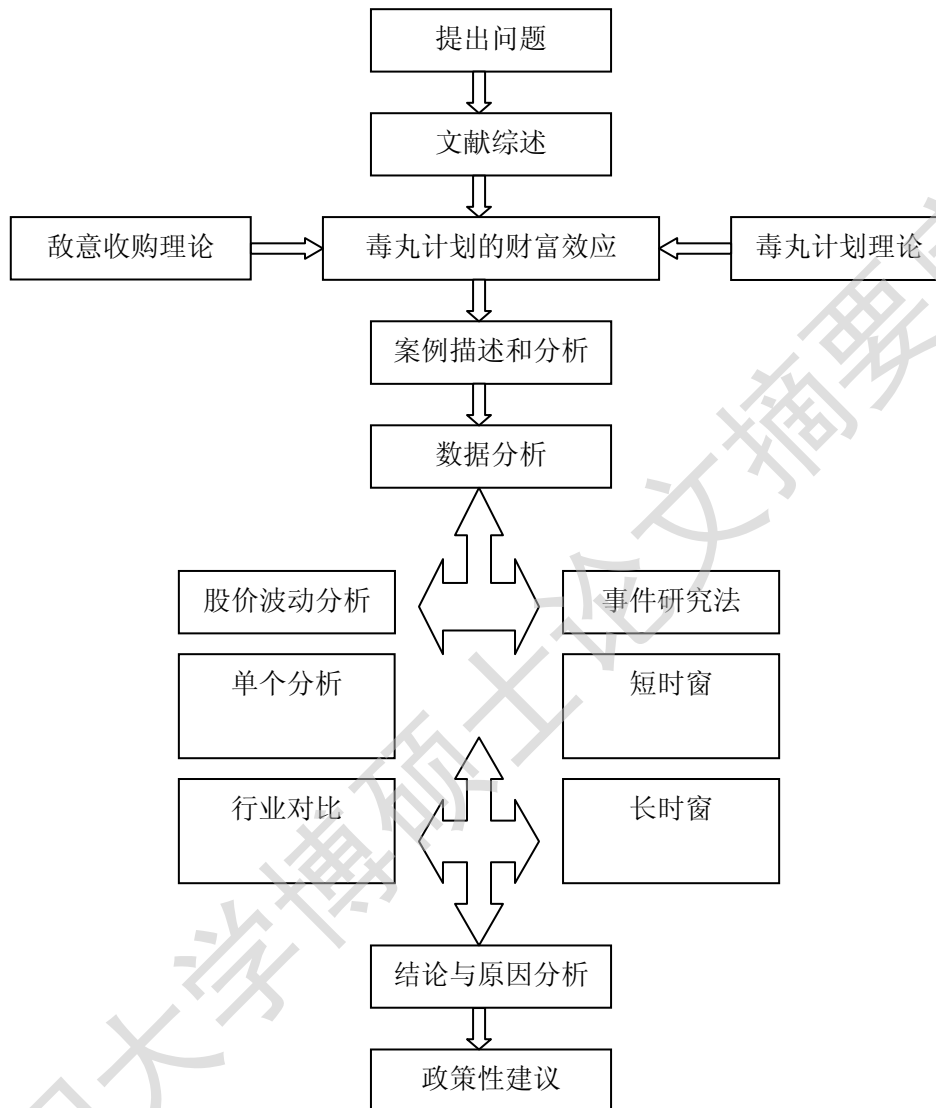
因此,本文以“盛大收购新浪案”进行案例研究,检验中国上市公司毒丸计划的财富效应。对这个问题的回答,一方面是对我国毒丸计划的财富效应理论研究的一个有益补充,另一方面也有助于监管部门正视毒丸计划的作用,保护投资者的利益,促进我国证券市场的健康发展。

第二节 研究内容框架和研究方法

(一) 论文框架

全文共分五章:第一章绪论,对本文的选题依据、研究目的与意义等进行基本阐述;第二章国内外文献综述,回顾了与本文相关的敌意收购理论,毒丸计划的种类与特点和相关的财富假说;第三章对案例本身进行描述和分析,其中对目标公司的公司治理结构做了重点分析;第四章是全文的重点,从资本市场上股价的波动分析和事件研究法两方面出发,兼顾目标公司股东和管理层,进行系统的数据分析;第五章是基本结论和政策性建议,对本次案例研究进行总结,提出个人意见,并且指明下一步深入研究的方向。

图 1：研究思路



(二) 研究方法

收购实证研究一般通过两种方法：

一是基于证券市场数据的方法，即通过公司使用毒丸计划前后证券（股票和债券）价格异常波动的方向来衡量相关利益者财富变化，也就是事件研究法，一般选择毒丸计划公告发布前后的时间窗口期，计算累计超额收益来考察财富效应的大小（Malatesta, 1988；Ryngaert, 1988 等）。

二是财务指标法。财务指标法主要通过对比毒丸计划实施后财务数据变化来

分析相关利益者财富效应的大小。它可以进一步细分成单一指标法和财务指标体系分析法。因为很难把公司的财务业绩变动单纯的归因于毒丸计划的采用，本文借鉴国外学者的研究方法，采用事件研究法来检验其财富效应。

另外，本文以定量分析为主，定性分析与定量分析相结合。

厦门大学博硕士论文摘要库

第二章 文献回顾

第一节 敌意收购的界定

因为先有敌意收购，后才有反收购的毒丸计划，因此，本文先对敌意收购进行界定。

敌意收购也称强迫接管兼并，是相对善意收购而言的，指在目标公司管理层不接受甚至强烈反对或者目标公司并不不知晓的情况下的一种市场化收购方式。

^①敌意收购起源于英国，发展于美国，其基本特征表现为发起方在进行收购时，不通知目标公司或者在目标公司管理层不接受甚至强烈反对的情况下，从二级市场上购买其流通在外的普通股票，从而获得对该公司的控制权。这里“敌意”二字有别于一般意义上的理解，仅是针对对目标公司的管理层而言，即被收购方管理层不接受甚至强烈反对被收购，但在收购方的角度不存在任何恶意的成分，即该项收购行为不存在违反法律法规的嫌疑。

目前，全球敌意收购的类型也越来越多样化，其中部分要约收购是最为基本的一种敌意要约收购方式。部分要约收购是一种简单的要约收购，要约人只是要约购买目标公司的控制股份，而不是打算在取得目标公司的控制权后再采取任何第二步的合并措施或进行其他交易。由于融资的便利，部分要约收购在兴起后，就获得了普遍的欢迎。由于公司收购人在部分要约收购中只是想取得目标公司的控制权，而不是要购买目标公司的全部股份。部分要约收购可能对目标公司造成不利影响，表现在以下两个方面：第一、部分要约收购可能造成目标公司股东的不公平。因为收购人通过部分要约收购获得目标公司控制权后，未接受要约的股东就处于少数派股东的地位，收购人可能滥用其控制股东地位损害少数派股东的利益。第二、部分要约具有强迫性。在面临部分要约收购时，由于个别受要约人无法得知其他人是否会接受要约，为避免不接受要约可能导致的不利结果，他们往往假定他人会接受要约，因此自己也接受要约。所以在部分要约收购的场合，目标公司股东的自由选择权很难自由了。^②在美国，由于在公司的收购中并不存在强制性要约制度，因而针对这种部分要约，目标公司的管理层基于公司信托人

^① Henry Campbell Black, Black' Law Dictionary, Fifth Edition, West Publishing Co. 1979, 1786

^② 宋永泉. 论上市公司公开收购的法律问题[J]. 中国法学, 1999. 05.

的地位，会采取反收购措施进行抵制。

在敌意收购中收购公司对目标公司的股票的收购通常有以下三种方式：

一是在二级市场购买。收购公司先在二级市场上秘密收购目标公司的部分股票，通常略少于该上市公司股权的 5%，然后，再向目标公司的股东报价，这样形成进可攻、退可守之势。若要进行收购，则由于已经以较低的价格购买了近 5% 的目标公司股票，降低了收购成本；若要退出收购，又由于“股票收购战”的爆发，使目标公司的证券价格迅速上涨，从而能以较高的价格出售已经购买的股票，获得较大收益。

二是向目标公司施压。收购公司向目标公司的董事会发出公告，许诺高价收购该公司股票（一般比市价高出 20% 以上），并警告目标公司董事会以股东利益为重接受报价。目标公司的董事会出于责任要把收购方的公告通知全体股东，而分散的小股东往往受优惠价格的诱惑迫使董事会接受报价。

三是两步报价法。在企业收购目标公司股票的过程中，目标公司股票价格的大幅上涨会增加收购成本，为继续收购带来困难，收购公司可先以现金收购目标公司 50% 左右的股票实现控股，再以较低的比率用本公司的股票（或者现金）换取目标公司的股票，以降低收购成本。^①

两步报价收购的典型形式是，公司收购者提出以溢价（ $x+y$ ）购买目标公司的大宗股票，而不是提出以公平的价格（ x ）收购目标公司的所有股份。并且在首次要约中声称，剩余的股份将会以较低的价格被排挤出去。从这种要约的特性看，其对目标公司的股东的强迫性是很明显的，因此很容易解释目标公司的股东为什么会急于接受要约。^②在这种情况下，目标公司的董事会基于股东的信托人的地位，对目标公司的股东负有信义义务，有义务保护目标公司的股东不受这种强迫性要约收购的侵害。因而使目标公司的股东免受强迫性要约的侵害是目标公司董事会采用反收购措施的主要理由。^③

第二节 毒丸计划的定义与种类

遭遇敌意收购，目标企业往往会采取积极有效的反收购策略和战术来坚决抵

^① 张夕勇. 并购与管理整合——正在改变着中国与世界[M]. 北京:中国财政经济出版社, 2004, P93-94

^② See, Thomas R. Wilcox. Delaware's attempt to swallow a new takeover defense, the poison pill preferred [J] stock 10 Del. J. Corp. P573 (1986)

^③ See Robert W. Hamilton. the law of corporations (fifth edition) [M]. P438 (2000).

制甚至反击来自其他公司的恶意侵入，以维护某部分团体的利益。反收购根本动因是利益驱动，是管理层或者股东及企业职工出于对自身利益维护的需要而实施的防御性的行为。在反收购活动中，常用的策略主要有：预防手段、经济手段、法律手段。按时间分类反收购策略又可以分作两类：收购要约前的反收购策略和收购要约后的策略。

收购要约前的反收购策略有：（1）建立合理的股权结构；（2）分期分级董事会制度；（3）绝对多数条款；（4）员工持股计划（ESPO）；（5）金、银、锡降落伞计划。收购要约发出后常见的反收购策略有：（1）股票回购；（2）寻找白衣骑士；（3）焦土战术；（4）帕克曼策略；（5）管理层收购（MBO）；（6）毒丸计划；（7）诉诸于法律保护。在众多反收购策略中，毒丸计划是威胁性最大，效果最为明显的一种，因此，常被许多国外公司采用。

（一）毒丸计划的定义

毒丸计划（poison pills）亦称毒丸术，正式名称为“股权摊薄反收购措施”，上个世纪八十年代初由美国著名收购律师 Martin Lipton 发明，具体是指目标公司以分红的形式给予现有股东的一种权利，使该股东在特定条件发生（遭遇外界敌意收购）时可以以较低的价格购买公司的股票和债券的权利。其目的是通过发行若干不同证券或期权，稀释收购人持股或弱化目标公司的财务状况，使收购人在收购后遭受经济上的严重不利后果，如同吞下了毒丸。^①美国证券交易委员会的首席经济学家在其报告中对毒丸计划进行了如下概括：“所谓毒丸计划是指任何将在特定事件（例如收购目标公司资产或收购超过特定数额目标公司普通股）发生时触发，而造成以下一项或几项结果的融资安排：（1）收购方被迫从目标公司股东手中以等于或高于市场价格的价格购买目标公司股份；（2）目标公司股份持有人取得将目标公司股份以溢价方式从目标公司换得现金或其他证券的权利（收购方一般不得参与这种交换）；（3）目标公司股份持有人取得以低于市场价格的价格购买目标公司股份的权利（收购方一般被排除在外）；（4）收购方必须以低于市场价格的价格向目标公司股东出售其公司股份；（5）收购方与目标公司其它股东相比实质性丧失其股份的投票权力。”^②

^① 胡海峰, 史文璟. 试论毒丸计划对我国海外上市公司的影响[J]. 未来与发展, 2005. 05

^② office of the Chief Economist, SEC, The Effects of Poison Pills on the Wealth of Target Share-holders. 转引自林在志, 公司反收购法律制度研究, [D], 对外经贸大学硕士学位论文.

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库